

鱼跃医疗(002223)

报告日期: 2026年05月08日

## 销售投入持续, 新品拉动体现

### ——鱼跃医疗 2025 年报及 2026 年一季报点评报告

#### 投资要点

2025年, 公司实现营业收入 79.55 亿元, 同比+5.14%; 归母净利润 14.82 亿元, 同比-17.94%; 扣非归母净利润 11.69 亿元, 同比-16.10%, 利润端承压主要受费用投放加大影响。分业务看, 2025 年血糖业务表现持续亮眼 (同比+24.34%), 海外持续高增 (同比+29.86%)。2026 年 Q1, 公司收入 23.70 亿元, 同比-2.69%; 归母净利润 4.28 亿元, 同比-31.44%; 扣非归母净利润 4.10 亿元, 同比-20.09%。我们认为, 公司正处于全球化与新品推广的战略投入期, 短期利润端承压不改中长期成长逻辑, 随着费用投放效率提升和产品结构优化, 业绩有望逐步恢复。

#### □ 成长性: 血糖/急救表现亮眼, 海外加速拓展

(1) **血糖/急救表现亮眼, 新品拉动逐步体现。**分板块看, 2025 年公司呼吸治疗解决方案、血糖管理及 POCT、家用健康检测、临床器械及康复、急救解决方案板块收入分别同比增长-1.87%、+24.34%、+0.91%、+2.17%、+48.69%, 其中呼吸治疗板块在呼吸机收入增长以及海外拓展等拉动下收入的下滑幅度同比收窄, 血糖、急救板块延续高增长态势, CGM、AED 等新品对于收入的拉动逐步体现。我们认为: ①血糖新品拉动下, 收入有望持续高增。2025 年公司 Anytime 4 系列、Anytime 5 系列 CGM 产品陆续上市, 拉动 CGM 业务实现翻倍以上增长。我们认为, 随着公司产品持续优化和完善, 新品放量有望持续, 拉动 2026 年血糖板块收入高增长。②AED 新品放量期, 有望形成长期收入拉动。2025 年 5 月, 公司 HeartSave myPAD 系列获得欧盟 MDR 认证; 2025 年 10 月, 公司控股孙公司普美康除颤监护仪 DefiMonitorXD5/XD6 系列 NMPA 获批; 2026 年 1 月, 公司半自动除颤器 HeartSave H8 系列 NMPA 获批, 急救产品矩阵不断丰富。我们认为, 随着公司新品放量以及渠道拓展, 2026 年急救收入高增可期, 并有望形成长期增长拉动。

(2) **海外渠道快速拓展, 逐步打开成长天花板。**分渠道看, 2025 年公司海外收入 12.32 亿元, 同比增长 29.86%, 海外收入延续高增长态势, 占总收入比重提升至 15.49% (+2.95pct)。公司稳步推进全球市场战略布局, 欧美区域实现销售突破且同比高速增长, 东南亚、南美等优势区域保持稳健增长。我们认为公司海外业务拓展空间较大, 非常态化需求带动了公司产品海外认可度的提升、打开海外销售渠道, 有望打开长期成长天花板。

(3) **新领域拓展、大生态体系打造, 有望形成新增拉动。**公司制定"全球化、数智化、穿戴化"全新战略, 强化人工智能、大数据、物联网等前沿技术的融入, 积极开展 AI 智能穿戴医疗设备的研发工作, 正逐步打造"硬件+软件+数据"的一体化健康管理生态体系。2025 年, 公司推出鱼跃 AI Agent 应用程序, 整合旗下多品类医疗设备的数据接口, 并战略认购 Inogen 约 9.9% 股份签署战略合作协议, 在国际分销、联合研发、供应链优化等方面开展深度合作。我们认为, 公司可穿戴设备的拓展以及大生态体系的打造, 有望形成新增收入拉动并进一步强化客户粘性, 带来收入利润长期拉动。

#### □ 盈利能力分析: 费用投入持续, 净利率或仍有压力

(1) 毛利率有望稳中有升。2025 年公司毛利率 50.60%, 同比+0.46pct, 在常态化需求下稳中有升, 2026Q1 毛利率 50.21%, 保持稳定水平。公司持续推进降本增效, CGM 等高毛利新品占比提升有望对冲传统产品结构调整的影响, 我们认为公司 2026 年毛利率有望稳中有升; (2) 2026 年净利率或仍有压力, 但随着新品放量净利率有望逐步恢复。2025 年公司净利率 18.66%, 同比-5.19pct, 主要原因是期间费用率上升, 尤其是销售费用率 22.17%, 同比+4.18pct (公司加大

#### 投资评级: 增持(维持)

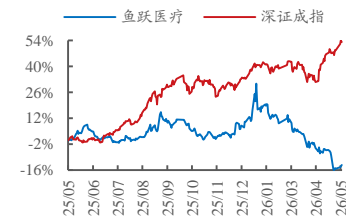
分析师: 王班  
执业证书号: S1230525070003  
wangban@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊  
执业证书号: S1230523080006  
siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 30.00
总市值(百万元)	30,074.31
总股本(百万股)	1,002.48

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《新品&海外高增, 业绩逐步恢复》2025.09.16
- 《新品&海外拉动, 业绩有望恢复》2025.05.16
- 《收入增速回正, 毛利率环比持续提升》2024.10.30

CGM 等新品市场推广投入、电商平台投放及全球化渠道建设，销售费用大幅增长 29.53%)；2026Q1 净利率 18.11%，同比下滑。我们认为，公司正处于海外渠道拓展期以及新品推广期，2026 年销售费用投入或将持续，净利率或仍有压力，但随着新品市场份额逐步确立和规模效应体现，净利率有望逐步修复。

#### □ 盈利预测与估值：

综合考虑行业环境以及公司费用投入的持续性，我们下调公司 2026 年利润预测，我们预计 2026-2028 年收入分别为 87.08/96.53/107.14 亿元，分别同比增长 9.46%、10.85%、11.00%；归母净利润为 16.02/18.52/21.73 亿元，分别同比增长 8.09%、15.63%、17.32%，对应 EPS 为 1.60/1.85/2.17 元，对应 2026 年约 19 倍 PE，综合考虑公司竞争力与成长持续性，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

国际环境变动的风险、新品商业化/放量不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、政府补助变动的风险

## 财务摘要

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7955.02	8707.65	9652.83	10714.22
(+/-) (%)	5.14%	9.46%	10.85%	11.00%
归母净利润	1481.79	1601.65	1851.98	2172.82
(+/-) (%)	-17.94%	8.09%	15.63%	17.32%
每股收益(元)	1.48	1.60	1.85	2.17
P/E	20	19	16	14

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3797	5834	8082	10482
现金	579	2780	4635	6744
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	718	711	871	923
其它应收款	20	25	27	29
预付账款	47	48	53	59
存货	1478	1590	1750	1932
其他	955	680	747	794
<b>非流动资产</b>	12287	12117	11914	11664
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	65	65	65	65
固定资产	1845	1803	1765	1714
无形资产	460	407	349	286
在建工程	5	44	75	68
其他	9912	9798	9660	9531
<b>资产总计</b>	16084	17951	19996	22146
<b>流动负债</b>	2459	2791	3130	3254
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1617	1751	2026	2153
预收账款	0	0	0	0
其他	842	1039	1104	1101
<b>非流动负债</b>	270	334	289	293
长期借款	0	0	0	0
其他	270	334	289	293
<b>负债合计</b>	2729	3124	3419	3547
少数股东权益	114	111	110	109
归属母公司股东权益	13241	14716	16468	18490
<b>负债和股东权益</b>	16084	17951	19996	22146

### 利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	7955	8708	9653	10714
营业成本	3930	4247	4635	5139
营业税金及附加	76	86	94	104
营业费用	1763	1924	2046	2118
管理费用	476	505	550	589
研发费用	570	610	656	686
财务费用	(199)	(63)	(48)	(25)
资产减值损失	33	57	52	64
公允价值变动损益	0	72	60	47
投资净收益	34	67	41	47
其他经营收益	361	351	351	351
<b>营业利润</b>	1700	1832	2119	2484
营业外收支	(16)	(16)	(16)	(16)
<b>利润总额</b>	1684	1816	2103	2468
所得税	200	218	252	296
<b>净利润</b>	1484	1598	1851	2172
少数股东损益	2	(4)	(1)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	1482	1602	1852	2173
EBITDA	1968	1911	2218	2603
EPS (最新摊薄)	1.48	1.60	1.85	2.17

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.14%	9.46%	10.85%	11.00%
营业利润	-11.97%	7.73%	15.70%	17.21%
归属母公司净利润	-17.94%	8.09%	15.63%	17.32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.60%	51.22%	51.98%	52.03%
净利率	18.66%	18.35%	19.18%	20.27%
ROE	11.39%	11.37%	11.79%	12.35%
ROIC	11.11%	10.41%	10.90%	11.50%

### 现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1503	2315	1971	2249
净利润	1484	1598	1851	2172
折旧摊销	292	166	174	181
财务费用	(199)	(63)	(48)	(25)
投资损失	(34)	(67)	(41)	(47)
营运资金变动	(364)	734	211	97
其它	324	(53)	(175)	(128)
<b>投资活动现金流</b>	(6652)	(50)	(64)	(14)
资本支出	110	(90)	(90)	(40)
长期投资	9	(4)	2	(1)
其他	(6771)	44	24	27
<b>筹资活动现金流</b>	(822)	(63)	(52)	(125)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(822)	(63)	(52)	(125)
<b>现金净增加额</b>	(5971)	2201	1855	2109

### 偿债能力

资产负债率	16.97%	17.41%	17.10%	16.02%
净负债比率	0.86%	0.75%	0.69%	0.66%
流动比率	1.54	2.09	2.58	3.22
速动比率	0.94	1.52	2.02	2.63

### 营运能力

总资产周转率	0.50	0.51	0.51	0.51
应收账款周转率	11.17	12.39	12.50	12.13
应付账款周转率	3.45	3.66	3.45	3.51

### 每股指标(元)

每股收益	1.48	1.60	1.85	2.17
每股经营现金	1.50	2.31	1.97	2.24
每股净资产	13.21	14.68	16.43	18.44

### 估值比率

P/E	20.30	18.78	16.24	13.84
P/B	2.27	2.04	1.83	1.63
EV/EBITDA	19.25	14.36	11.54	9.02

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>